

## 再获阿扎胞苷 ANDA 批号，海外制剂放量可期

### 投资要点

- **事件:** 2020 年 11 月 3 日公司发布公告, 阿扎胞苷注射剂获得 FDA 批准, 近期将安排在美国上市销售, 有望对公司今年经营业绩产生积极影响。
- **阿扎胞苷注射剂 ANDA 获批, 非肝素制剂注射剂占比有望持续提高。**阿扎胞苷用于治疗分型骨髓增生异常综合征 (MDS) 等适应症, 与上周公司公告获批的白消安、氟达拉滨都可用于治疗白血病。阿扎胞苷注射剂原研药企为 CELGENE (VIDAZA), 2004 年获批上市, 目前主要的生产厂商为 ACCORD、MYLAN、EUROHEALTH, 公司相比美国本土仿制药企业具有成本优势, 同时产能储备较充分, 产品上市后有望实现较快销售增长。2020 年前三季度公司现收入 21.6 亿元 (+18%), 毛利率同比提升 8.6pp 至 59.4%, 主要是由于高毛利制剂收入占比提升。随着未来公司 ANDA 陆续获批, 品种数量增加, 产能节奏跟进, 以非肝素制剂为代表的国际化注射剂收入占比有望持续提高, 预计明年占海外制剂收入有望达到 30%。
- **肝素原料药基础龙头企业, 加快制剂国际化步伐。**公司是全球肝素原料药龙头企业, 2019 年肝素原料药产量 4.26 万吨, 近年来肝素原料药处在新一轮涨价周期, 奠定公司业绩稳健增长基础。同时公司积极拓展国外肝素制剂市场和非肝素注射剂产品线, 加大海外市场扩张力度。2019 年公司收购了美国 Meitheal, 其终端客户底蕴深厚, 为制剂在美销售增长奠定基础。近年来公司已在欧洲、南美市场实现依诺肝素注射液销售零突破, 加快国际化制剂业务建设。
- **研发投入加大力度, 转化效率显著提升。**2020 年前三季度研发费用达 1.4 亿元, 同比增长 18%。公司在阿扎胞苷注射液和研发项目上投入研发费用约 1128 万元。截至 2020 年 6 月 30 日公司共拥有境内专利 83 项、持有境内注册商标 10 项。最近三年公司以年均 10 个产品速度申报, 累计申报产品数量超过 40 个, 目前在国内已获得注册批准文号 8 个, 国际市场获批注册批件超过 20 个。研发能力提升有望建立新的利润增长点, 为公司长期发展奠定基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.87 元、1.10 元和 1.37 元, 对应估值分别为 46 倍、36 倍和 29 倍。肝素原料药保持高景气度, 公司制剂出口将持续放量。维持“持有”评级。
- **风险提示:** 肝素原料药价格及销量不及预期; 制剂产品销售不及预期; ANDA 获批不及预期; 研发进展不及预期。

| 指标/年度          | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 2469.67 | 3390.80 | 4332.94 | 5438.01 |
| 增长率            | 45.25%  | 37.30%  | 27.79%  | 25.50%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 604.96  | 810.47  | 1029.79 | 1281.28 |
| 增长率            | 42.50%  | 33.97%  | 27.06%  | 24.42%  |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.65    | 0.87    | 1.10    | 1.37    |
| 净资产收益率 ROE     | 20.18%  | 22.06%  | 22.67%  | 22.81%  |
| PE             | 62      | 46      | 36      | 29      |
| PB             | 12.56   | 10.23   | 8.26    | 6.67    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
 执业证号: S1250520030002  
 电话: 021-68416017  
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 9.34        |
| 流通 A 股(亿股)   | 9.33        |
| 52 周内股价区间(元) | 37.24-64.57 |
| 总市值(亿元)      | 372.54      |
| 总资产(亿元)      | 62.22       |
| 每股净资产(元)     | 3.67        |

### 相关研究

1. 健友股份 (603707): 新增 ANDA 批号, 海外制剂有望持续放量 (2020-10-28)
2. 健友股份 (603707): 业绩稳健增长, 海外制剂持续放量 (2020-10-14)
3. 健友股份 (603707): 业绩稳健增长, 制剂收入占比提升 (2020-07-31)
4. 健友股份 (603707): 业绩稳健高增长, 制剂出口打开成长空间 (2020-05-07)
5. 健友股份 (603707): 肝素原料药持续高景气, 制剂出口打开成长空间 (2020-04-12)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 现金流量表 (百万元)       | 2019A          | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 2469.67        | 3390.80        | 4332.94        | 5438.01        | 净利润               | 606.24         | 812.19        | 1031.97       | 1283.99       |
| 营业成本          | 1204.33        | 1558.02        | 1981.68        | 2474.08        | 折旧与摊销             | 45.19          | 69.12         | 69.12         | 69.12         |
| 营业税金及附加       | 4.12           | 7.43           | 8.86           | 11.04          | 财务费用              | 16.13          | 31.35         | 35.75         | 42.15         |
| 销售费用          | 358.28         | 559.72         | 697.91         | 854.15         | 资产减值损失            | 0.00           | -0.28         | -0.14         | -0.21         |
| 管理费用          | 61.02          | 100.73         | 150.39         | 215.93         | 经营营运资本变动          | -1432.61       | -882.98       | -1093.78      | -1336.12      |
| 财务费用          | 16.13          | 31.35          | 35.75          | 42.15          | 其他                | -76.34         | -11.76        | -15.88        | -6.06         |
| 资产减值损失        | 0.00           | -0.28          | -0.14          | -0.21          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-841.38</b> | <b>17.63</b>  | <b>27.04</b>  | <b>52.87</b>  |
| 投资收益          | 10.69          | 9.46           | 9.78           | 9.83           | 资本支出              | -165.18        | -22.62        | -26.10        | -28.85        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 11.56          | -3.86         | -4.41         | -8.56         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-153.62</b> | <b>-26.47</b> | <b>-30.52</b> | <b>-37.41</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>667.64</b>  | <b>897.94</b>  | <b>1141.76</b> | <b>1424.58</b> | 短期借款              | 1048.42        | 146.94        | 291.98        | 339.20        |
| 其他非经营损益       | 12.72          | 9.42           | 10.17          | 10.34          | 长期借款              | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>680.37</b>  | <b>907.35</b>  | <b>1151.93</b> | <b>1434.93</b> | 股权融资              | 9.69           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 74.12          | 95.17          | 119.96         | 150.94         | 支付股利              | -82.90         | -120.99       | -162.09       | -205.96       |
| 净利润           | 606.24         | 812.19         | 1031.97        | 1283.99        | 其他                | -23.82         | -42.20        | -32.20        | -38.18        |
| 少数股东损益        | 1.28           | 1.72           | 2.18           | 2.71           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>951.38</b>  | <b>-16.24</b> | <b>97.69</b>  | <b>95.06</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 604.96         | 810.47         | 1029.79        | 1281.28        | <b>现金流量净额</b>     | <b>-39.21</b>  | <b>-25.08</b> | <b>94.21</b>  | <b>110.51</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |               |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 财务分析指标            | 2019A          | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
| 货币资金          | 364.16         | 339.08         | 433.29         | 543.80         | <b>成长能力</b>       |                |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 521.61         | 696.98         | 873.75         | 1110.43        | 销售收入增长率           | 45.25%         | 37.30%        | 27.79%        | 25.50%        |
| 存货            | 3273.86        | 4241.09        | 5402.82        | 6742.23        | 营业利润增长率           | 45.00%         | 34.49%        | 27.15%        | 24.77%        |
| 其他流动资产        | 129.15         | 156.19         | 183.86         | 216.30         | 净利润增长率            | 42.80%         | 33.97%        | 27.06%        | 24.42%        |
| 长期股权投资        | 0.94           | 0.94           | 0.94           | 0.94           | EBITDA 增长率        | 45.71%         | 36.96%        | 24.86%        | 23.20%        |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |               |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 481.59         | 425.54         | 371.36         | 319.41         | 毛利率               | 51.24%         | 54.05%        | 54.26%        | 54.50%        |
| 无形资产和开发支出     | 250.72         | 260.44         | 271.79         | 283.66         | 三费率               | 17.63%         | 20.40%        | 20.40%        | 20.45%        |
| 其他非流动资产       | 56.40          | 69.53          | 83.54          | 101.74         | 净利率               | 24.55%         | 23.95%        | 23.82%        | 23.61%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>5078.42</b> | <b>6189.80</b> | <b>7621.35</b> | <b>9318.51</b> | ROE               | 20.18%         | 22.06%        | 22.67%        | 22.81%        |
| 短期借款          | 1368.37        | 1515.31        | 1807.29        | 2146.49        | ROA               | 11.94%         | 13.12%        | 13.54%        | 13.78%        |
| 应付和预收款项       | 586.30         | 847.29         | 1085.77        | 1329.59        | ROIC              | 18.46%         | 18.05%        | 18.69%        | 18.97%        |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 29.52%         | 29.44%        | 28.77%        | 28.24%        |
| 其他负债          | 119.66         | 145.73         | 176.95         | 213.07         | <b>营运能力</b>       |                |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>2074.33</b> | <b>2508.33</b> | <b>3070.01</b> | <b>3689.15</b> | 总资产周转率            | 0.58           | 0.60          | 0.63          | 0.64          |
| 股本            | 718.47         | 934.16         | 934.16         | 934.16         | 固定资产周转率           | 7.47           | 8.81          | 13.56         | 21.39         |
| 资本公积          | 356.37         | 356.37         | 356.37         | 356.37         | 应收账款周转率           | 8.74           | 7.62          | 7.72          | 7.64          |
| 留存收益          | 1894.59        | 2584.07        | 3451.77        | 4527.08        | 存货周转率             | 0.46           | 0.41          | 0.41          | 0.41          |
| 归属母公司股东权益     | 2966.49        | 3642.15        | 4509.84        | 5585.16        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 94.74%         | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | 37.60          | 39.32          | 41.50          | 44.21          | <b>资本结构</b>       |                |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3004.09</b> | <b>3681.47</b> | <b>4551.34</b> | <b>5629.37</b> | 资产负债率             | 40.85%         | 40.52%        | 40.28%        | 39.59%        |
| 负债和股东权益合计     | 5078.42        | 6189.80        | 7621.35        | 9318.51        | 带息债务/总负债          | 65.97%         | 60.41%        | 58.87%        | 58.18%        |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.11           | 2.20          | 2.28          | 2.37          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 0.50           | 0.48          | 0.49          | 0.51          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 13.70%         | 14.93%        | 15.74%        | 16.07%        |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |               |               |               |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.65           | 0.87          | 1.10          | 1.37          |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 3.18           | 3.90          | 4.83          | 5.98          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | -0.90          | 0.02          | 0.03          | 0.06          |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.09           | 0.13          | 0.17          | 0.22          |
|               |                |                |                |                |                   |                |               |               |               |
| 业绩和估值指标       | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |                   |                |               |               |               |
| EBITDA        | 728.97         | 998.41         | 1246.64        | 1535.86        |                   |                |               |               |               |
| PE            | 61.57          | 45.95          | 36.17          | 29.07          |                   |                |               |               |               |
| PB            | 12.56          | 10.23          | 8.26           | 6.67           |                   |                |               |               |               |
| PS            | 15.08          | 10.98          | 8.60           | 6.85           |                   |                |               |               |               |
| EV/EBITDA     | 40.52          | 29.74          | 23.97          | 19.59          |                   |                |               |               |               |
| 股息率           | 0.22%          | 0.32%          | 0.44%          | 0.55%          |                   |                |               |               |               |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 杨博睿 | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn      |
|    | 吴菲阳 | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹  | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚  | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
|    | 高妍琳 | 销售经理    | 15810809511   | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn      |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚 | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tl@swsc.com.cn       |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |